

成城大学経済研究所
研 究 報 告 No. 86

ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）の 現状と課題

長 谷 川 清

2019年3月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



Current status and issues of social lending (Japanese version of P2P lending)

Kiyoshi Hasegawa

MARCH 2019

Abstract

Lending crowdfunding grew up as P2P lending (also called Marketplace lending) in UK or US. But for Japan, a unique method called Social Lending has become commonplace due to differences in legal systems. Social Lending is a mechanism in which a social lending company recruits a loan fund consisting of two or more loans by entering into an anonymous union contract with investors. Social Lending Companies have grown rapidly by selling high-yielding financial products to retail investors between 2017 to the first half of 2018. However, change of business environments for Social Lending Companies are undergoing, they will soon be forced to transform their businesses styles.

本研究報告は私立大学研究ブランディング事業「持続可能な相互包摂型社会の実現に向けた世界的グローバル研究拠点の確立と推進」の成果の一部として、成城大学経済研究所が刊行したものである。

成城大学経済研究所所長

手塚 公登

「ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）の現状と課題」

【要 旨】

- ・ 英米の貸付型クラウドファンディングは、英国の Zopa, 米国の Lending Club に代表される P2P レンディング（マーケットプレイス・レンディングとも呼ばれる）として成長した。だが日本では、法制度の違いからソーシャルレンディングと呼ばれる独自の方式が一般化している。ソーシャルレンディングは、2 つ以上の貸出債権で構成されるローンファンドを、第二種金融商品取引業の資格を持つソーシャルレンディング事業者が自身または貸金業者を営業者、投資家を組合員する匿名組合契約を締結して募集する仕組みで、2019 年 1 月現在、事業者は 25 社を数える。
- ・ 英米の P2P レンディングが、個人からの資金需要を創業の誘因であったのに対して、ソーシャルレンディングは銀行からの借入が困難な不動産関連を中心にした事業者からの資金需要が誘因であった。ソーシャルレンディング事業者は、各社ともローンファンドを小口資金でも高利回りで運用できる金融商品としてアピールし、募集額は 2017 年から 2018 年前半にかけて急増したものの、2018 年後半から鈍化している。
- ・ ローンファンドの契約期間や金利設定は、資金を運用する貸金業者の貸出条件を反映して、契約期間は半年から 1 年前後に集中し、金利は契約期間にかかわらず 4% と 10% の間に収まる帯状となっている。
- ・ 日本版 P2P レンディングであるソーシャルレンディングは、資金運用先の不透明さ、募集する際に締結する匿名組合契約に関連した信用リスク等の問題を抱えている。ソーシャルレンディング事業者についても、審査能力や経営の杜撰さ等の不安要素があって、2018 年にはローンファンドの償還遅延や金融当局からの行政処分が相次いだ。
- ・ このため投資家の一部にはソーシャルレンディングに対する慎重感が台頭し、株式投資型や不動産投資型等の新たな投資型クラウドファンディングの登場も相まって、ソーシャルレンディングを取り巻く経営環境は大きく変化、この先、事業者の多くは経営の変革を余儀なくされる状況に立ち入ることになるだろう。

ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング） の現状と課題

長 谷 川 清

目 次

1. 日本のクラウドファンディング
 - クラウドファンディングの定義と種類
 - 国内クラウドファンディングのサイト数と市場規模
2. 欧米の P2P レンディング
 - 英国 Zopa
 - 米国 Lending Club
3. 日本のソーシャルレンディング
 - ソーシャルレンディング業の設立状況
 - ローンファンドの募集状況
 - ローンファンドの商品性
4. ソーシャルレンディングの課題
 - (1) 事業スキーム上の課題
 - ローンファンド
 - 匿名組合契約
 - (2) ソーシャルレンディング事業者の課題
 - 事業者の審査能力
 - 相次ぐ行政処分

おわりに

今では広く知られる言葉となったクラウドファンディング (Crowdfunding) は、群衆 (Crowd) と資金調達 (Funding) を合わせた造語で、インターネットやフェイスブックなどの SNS (Social Network Service) を利用して、不特定多数の人々から小口の資金支援や出資を募る活動である。クラウドファンディングの活動領域が個人だけでなく、事業者の資金調達にも進化・拡大している。金融サービス分野のクラウドファンディングは、ICT (Information and Communication Technology)

を活用した新たな金融サービスである FinTech¹⁾の重要な部分を占め、金融サービスのイノベーションとして前向きに評価する向きも多い。本稿は、その一つである個人投資家がインターネットを通じて事業者に資金を融通する P2P レンディングであるソーシャルファイナンスにスポットを当て、その現状と課題を考察する。

1. 日本のクラウドファンディング

クラウドファンディングの定義と種類

1990 年代に社会的弱者に対する寄付活動や小規模事業者の活動支援ツールとしてスタートしたクラウドファンディングは、今や社会の様々な分野で活用されており、現代人にとって欠くことのできない情報インフラの基盤になっている。それにもかかわらず、クラウドファンディングの定義も今もって定まっておらず、論者により考え方の違いが大きい。

例えば、金融審議会では「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」²⁾として、クラウドファンディングがもつ金融仲介機能を意識した考え方を採用している。また、クラウドファンディングがソーシャルメディアでもあることを意識して「資金を調達したい個人や企業と、資金を運用したい不特定多数の個人とを、事業者（プラットフォーム）がネット上でマッチングさせるサービス」³⁾あるいは、「多数の個別・小規模事業についてウェブ・ポータルを通じて個人から小額資金を調達するもの」⁴⁾とするなど金融サービスの革新を強調する向きもある。

この状況にあって各論者に共通するクラウドファンディングに対する認識は、それがプロジェクトの企画者と出資者との間で共有される価値観が基盤となって運営されていることである。インターネットを通じてプロジェクトの企画が

1) FinTech は、Finance と Technology を掛け合わせた ICT 業界の造語

2) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」2015 年（平成 25 年）12 月 25 日、p. 2

3) 「ソーシャルメディアと地域金融」『生活経済学』Vol. 39, pp. 1-13

4) 「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 Spring, pp. 174-191

告知されるクラウドファンディングが、短期間に比較的多くの資金を集めることができるのは、プロジェクトの企画に対して共感し、かつ資金援助を惜しまない多くの人々がその基盤になっているが、その一方で我々は、クラウドファンディングが新たなビジネスツールとして機能し始めていることにも留意しなければならないだろう。

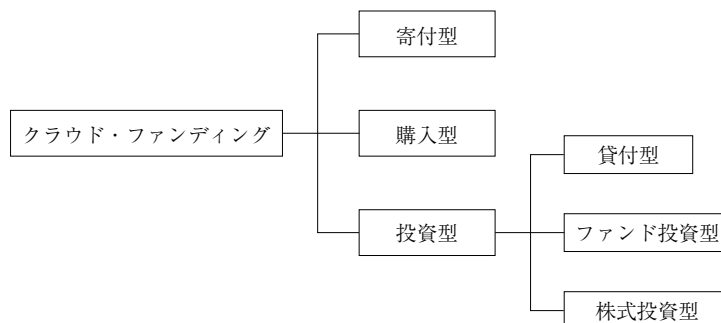
クラウドファンディングには新たな事業や商品の市場性を打診する機能に併行して、金融分野では新事業や新商品の開発資金を集める手立てになるという既存の金融機関が真似できない機能があるからである。日本の地域金融機関が取り組んでいるリレーションシップバンキングが必ずしも期待ほどの成果をあげず、企業向け貸出が伸び悩む現状にあって、クラウドファンディングには既存の金融機関を通じた旧来の事業金融では対応できない部分を埋め合わせる可能性を感じさせる。

クラウドファンディングは、支援者に対する報酬の有無または形態により幾つかのタイプに分かれている。これまでわが国ではクラウドファンディングを大きく寄付型、購入型、投資型の3種類に分けることが一般的である。寄付型 1990 年代初め、英国でインターネットのサイトに掲示された慈善事業に寄付を呼び掛ける声がクラウドファンディングを誕生させる契機となったと言われている。今ではクラウドファンディングを活用した寄付が世界中で行われており、日本でも大災害の被災者に対する支援等で活躍している。

寄付型クラウドファンディングに続いて購入型クラウドファンディングが登場した。購入型クラウドファンディングは、新商品やサービスを開発しようとする個人や小規模事業者と開発資金を提供する支援者を結び付け、支援者は新商品・サービスが完成した暁に、一般より先に購入できるという見返りを受け取ることができる権利が与えられて、事業創造を支援する力として役立っている。2000 年代に入るとクラウドファンディングは、さらに資金を運用の場である投資型に発展した（図表 1）。

投資型クラウドファンディングは、資金を必要とする事業者や個人と資金を運用して金融収益を獲得しようとする投資家を結び付ける役割を担い、大きく事業者や個人への貸出を結び付ける貸付型、事業活動への投資ファンドを斡旋するファンド投資型、未公開企業の株式投資を投資家に斡旋する株式投資型等に枝分かれしている。欧米では、これらに加えて投資家が知的財産がもたらす

（図表 1）クラウドファンディングの種類



（資料）筆者作成

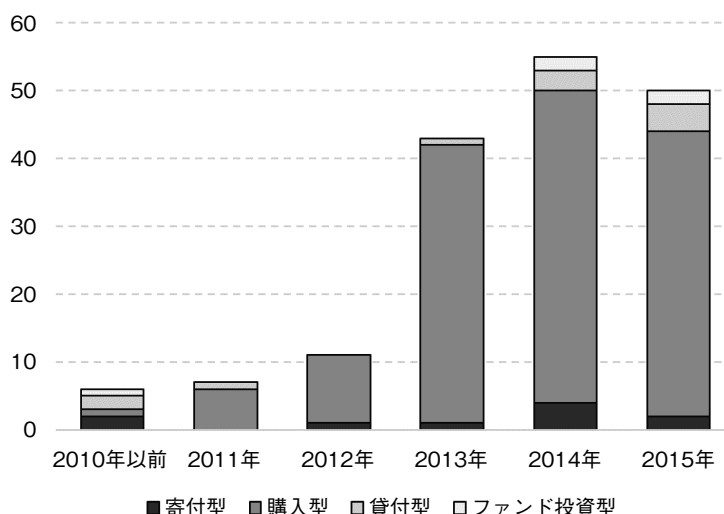
ロイヤリティ収入を投資対象にしたロイヤリティ型も登場しているが、本稿では日本の実情に合わせて、寄付型、購入型、貸付型、ファンド投資型、株式投資型の5タイプを前提に以下の記述を進めることにしたい。

国内クラウドファンディングのサイト数と市場規模

では、日本には幾つのクラウドファンディングが活動しているのだろうか。筆者がインターネット上で確認した国内のクラウドファンディングのサイトは（2016年6月末現在）、寄付型1件、購入型159件、貸付型17件、ファンド投資型5件、合計192件であった。種類別にみると、クラウドファンディングの大部分が購入型（構成比83.8%）で、貸付型（同7.8%）、寄付型（同5.8%）、ファンド投資型（同2.6%）を圧倒的に引き離している。これらクラウドファンディングの業務開始時期をみると（図表2）、2011当時は極めて低水準であったものが、2013年から2015年の3年間に急増したことが見て取れる。米英でもクラウドファンディングがスタートしたのが2000年代前半であったことを考えると、日本のクラウドファンディングはスタート時期にやや遅れを感じさせよう。

世界規模でのクラウドファンディング市場の調査を行っている Massolution 社のレポート Crowdfunding Industry Report によると、2015年の世界のクラウドファンディングによる市場規模は352億2千万ドルであった。2010年当時の市場規模が8億43百万ドルであったことから、6年の間に市場規模が40倍以上も急膨張したことになる。さらに世界銀行報告書⁵⁾では、この先2025年までに世界のクラウドファンディング市場規模は3,000億ドルに達するも

（図表 2）国内クラウドファンディングの業務開始時期



（資料）筆者作成

のと予想しており，ここ当面，急拡大が続くものとみられている。

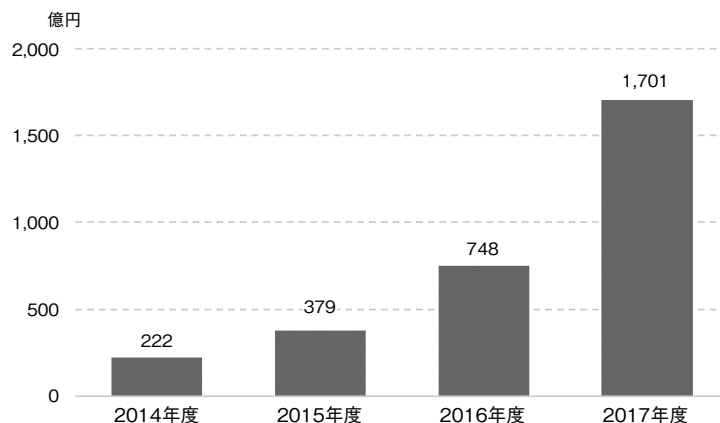
日本でもクラウドファンディングを通じた資金調達が急速に拡大している。矢野経済研究所の調べによると，2017 年度の国内クラウドファンディングを通じた資金調達額は，新規プロジェクト支援額ベースで前年度比 127.4% 増の 1701 億円と推定されている（図表 3）。同社はクラウドファンディングによる資金調達が拡大した理由を，貸付型が一層拡大したほか 2015 年の金融商品取引法改正を受けて 2017 年 4 月から株式型がサービスを開始したこと，地方自治体でのクラウドファンディング活用，大手メディア，運輸業，製造業，物販業等からの新規参入が続いていること等をあげている⁶⁾。

2017 年度の資金調達額を種類別にみると，貸付型が約 90.2% と圧倒的なシェアを占め，次いで購入型 5.9%，ファンド投資型 3.0% と続き，株式投資型 0.5%，寄付型は 0.4% に止まっている。先に紹介した米国 Massolution 社のレポート Crowdfunding Industry Report では，同時期の種類別クラウドファンディングのシェアを貸付型 68.3%，寄付型 12.0%，報酬型（購入型に相当）8.2%，株式投資型 6.8%，その他 4.7% と推定している。これを考えると，日本のクラウドファンディング市場は他国より寄付型が少ないものの，貸付型が突出し，

5) World Bank “Crowdfunding’s Potential for the Develop World” 2013/01/01

6) 矢野経済研究所「2018 年度版国内クラウドファンディングの市場動向」

（図表 3）国内クラウドファンディングの資金調達額推移



（出典）矢野経済研究所「国内クラウドファンディングの市場動向」

報酬型，株式投資型（日本ではファンド投資型）がそれに続くという構図に大きな違いはないと言えるだろう。

2. 欧米の P2P レンディング

英米では貸付型クラウドファンディングが，事業者のプラットフォームを介して資金を必要とする個人と資金運用したい個人投資家をマッチングさせる場であることから，当初，インターネット上に存在するコンピュータの端末が一对一の対等の関係にある通信方式である Peer to Peer（以下・P2P）を基に P2P レンディングと呼ばれていた。その後，個人投資家だけでなく銀行，年金基金など金融機関も投資家に加えて事業者が登場したことから今では「マーケットプレイス・レンディング (Marketplace Lending)」と呼ぶことも多い。

英国 Zopa

クラウドファンディングの多くが英国で誕生したことはよく知られているが，P2P レンディングもその一つで 2005 年に英国で誕生した Zopa が世界最初とされている⁷⁾。英国政府は 1980 年代後半から既存商業銀行の金融サービスを受けられない人々を救うために個人金融分野で新たな金融機関の創設やクレジ

7) Zopa は，Zone of possible agreement からの造語

ットユニオンの経営革新を推進⁸⁾しており、P2P レンディングの登場もそうした政策に沿ったものである。とりわけ庶民にとって既存金融機関からの借入が極めて不利な状況にあったことが Zopa の創設を後押しした。

例えば、High Street Bank と呼ばれる大手銀行の消費者ローンはある程度の預金取引が前提で、最低貸出額は 1 千ポンド以上、貸出金利は年 20% 程度と厳しい制約が課せられている。また個人向け貸出を専門とするノンバンクは High Cost Credit と呼ばれてその貸出金利は年利 300% 近くと日本では考えられない高金利で、低所得層には容易に近づくことができない状況である⁹⁾。

Zopa は、英国ロンドンのインターネット銀行である Egg の出身者達が創業した会社で、無担保の個人および個人事業者向けにインターネットを通じた P2P 取引を持ち込み、銀行の基本機能である預金者と借り手のマッチングを単純化させようとした金融のイノベーターである。Zopan が提供するローンの最低額は 1 千ポンドで大手商業銀行と変わらないものの、貸出金利は 14% 程度とノンバンクのローン金利に比べて極めて低廉で、かつ大手商業銀行に比べても割安感があることから借入者が殺到した。その一方で、有利な投資先とみた多くの投資家が資金を投じてマスコミからも注目を浴びた。

Zopa に続いて、ビジネスローン専門の Funding Circle、Lendinvest、Zopa と同様の個人ローン専門の LendingWorks、ビジネスローンと個人ローンの両方を扱う RateSetter 等が創業し、今や P2P レンディングは英国における個人・中小企業金融におけるオールタナティブとして定着している。

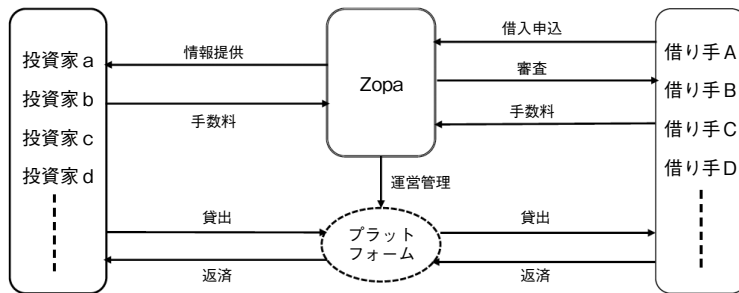
英国 P2P レンディング各社の事業スキームは区々であるが、ここではその草分けである Zopa を紹介する。Zopa の事業スキームは、規制環境の変化や利用者の動向変化に応じて弾力的に変更されているが、2018 年現在の事業スキームは概ね次のようなものである（図表 4）。

同社の事業スキームは、資金の借り手が Zopa に借入を打診することから始まる。借入希望者は Zopa のサイト上で希望する借入金額（1 千～2 万 5 千ポンド）と借入期間（1～5 年）を選択し、zopa に借入を打診する。打診を受けた zopa は、借入希望者を信用調査会社 Equifax 等のデータを利用して信用度を

8) 長谷川清、峯岸信哉「英国の金融排除問題とクレジットユニオン」公益財団法人かんぽ財団平成 24 年度調査研究報告書

9) Edmonds, T., (2013), "High cost consumer credit", House of Commons Library, SN/BT/5849

（図表 4）Zopa の事業スキーム



（資料）Zopa HP 等より筆者作成

A*, A, B, C, D, E, F の 6 ランク¹⁰⁾に分類し、3 分以内に信用度を踏まえた貸出金利等の貸出条件を返信する¹¹⁾。これに借入希望者が応諾し、借入申込みを行うことで貸出額と期間が決定すると、借入希望をプラットフォームにあるランク別の市場 (market place) に振り分けて投資家が投じる資金を待つ。

一方、資金の投資家は、Zopa の会員となって預託金¹²⁾を払い込んだうえで、預託金を投資に振り替える指図をおこなう。投資家が預託金を振り替える先は、予想収益率とリスク選好度別を考慮して組成される投資商品で、情勢の変化を反映して弾力的に変更される。2019 年 1 月現在、Zopa が投資会員に提供している投資商品は、Zopa core と Zopa plus の 2 種類で、HP に掲示されている期待収益率（予想損失と手数料を除く）は Zopa core が年 4.5%、Zopa plus が年 5.2%である。投資家は、Zopa の HP に掲載されている信用ランク別予想損失率（年率）¹³⁾等を参考にしながら投資商品を選択し、預託金を投資に振り替える指示をする。これを受けて Zopa は、自社コンピュータシステムを使って投資商品の期待利回りに見合うよう投資金をランク別の市場に振り分ける。投資家は何時でも運用中の資金を現金化することができるが、その際に投資家は Zopa に現金化した資金の 1%を手数料として支払うことになる。

10) 信用ランク別の主たる資金用途は、A*：自動車購入、A～B：家屋修繕、C～D：他債務支払い、E：その他とされる。

11) 信用調査会社のデータでは不十分な場合は、電話もしくは E メールで銀行の当座預金口座の明細書または給与明細書のコピー提出を求めるため回答は 2 日程度かかる。

12) 預託金は大手銀行の預金口座で管理される。

13) 2018 年 9 月時点の予想損失率（年率）は、A*：0.5%、A：0.5～2.5、B：2～5%、C：3～8%、D：8～15%、E：10～15%、F：記載なし

投資家から集められた資金はプラットフォームでまとめられ、借入者の銀行口座に振り込まれて貸出が実行される。貸出の実行日は、通常、借入申込が行われた日から 1 週間以内とされ、貸出が実行されると借り手は貸出組立手数料と貸出サービス手数料を Zopa に支払うことになる。このスキームから分かるように、Zopa は投資家と借り手のマッチングを行うためのプラットフォームの運営と貸出債権の管理・回収を行う管理機関の役割を担っている。

Zopa を含めた英国 P2P レンディングの資金仲介額は急拡大しており、業界団体の統計では 2017 年 1～3 月末の貸出残高も事業者ローンが約 20 億ポンド（法貨換算：2,820 億円）、個人向ローンは約 15 億ポンド（同 2,115 億円）、資金の借り手は約 42 万人（うち事業者は約 4 万人）、投資家は約 18 万人と、同国における個人金融の分野で無視できない存在となっている¹⁴⁾。

Zopa はその後も進化し続け、2018 年 12 月には、かねてから申請していた銀行業の免許を取得したと発表した。本稿執筆時点（2019 年 1 月）、同社による銀行業務の具体的内容はまだ明らかにされていないが、同社は利用者に利回りが高く、預金保険付きの貯蓄預金口座やクレジットカードサービスの提供を通じて、既存事業の改革に取り組むものと思われる。

米国 Lending Club

英国の P2P レンディングを通じて借入を希望する個人に投資家が直接資金を提供する法制度が整備されているのに対し、米国では銀行法、証券取引法等の法規制が適用されていることから、P2P レンディング業者は証券化ビジネスの手法を取り込んだ独自のビジネスモデルを構築している。米国における最初の P2P レンディング業者は、2006 年にベンチャー起業家が創業した Prosper Marketplace で、翌 2007 年にはオラクル出身者が Lending Club を創業した。その後、2010 年に Peerform、2011 年に SoFi、2012 年に Upstart 等が創業し、英国と同様、P2P レンディングの利用者は急拡大した。

中でも Lending Club は、大手銀行から出資を仰ぎ、経営層に著名人を集めて、創業から 7 年後にニューヨーク証券取引所に株式を上場して社会的な注目を集めた。同社は、クレジットカード会社からキャッシングサービスを受け

14) 英国の大手 P2P レンディング業者 8 社を会員とする業界団体 peer2peer finance association
HP

ている個人を対象に比較的低利のローンを SNS 大手の Facebook にアプリケーションを通じて提供する仕組みで注目された。その後も同社は個人向けローンを中心に貸出を伸ばし、2018 年 9 月末までの累積貸出額は 416 億 4,479 万ドル（法貨換算：6 兆 2,467 億円）¹⁵⁾に達している。貸出の柱となっている個人ローンの資金用途は、ローンの借り換え（44.9%）、クレジットカードの支払い（22.8%）等の債務返済に関連するものが 66.7%と 7 割近くを占めている¹⁶⁾。

Lending Club の事業スキーム（図表 5）では、借入希望者がインターネットのサイトに必要情報を入力すると貸出の可否が判断され、貸出が可能な借り手について個人信用情報機関 FICO と同社独自のスコアリングに基づいて A から G までの 7 ランクに分け、さらに各ランクを 5 つのランクに小分けして合計 35 のランクとし、ランク毎に異なる貸出金利が適用される。HP 上で公表しているデータでは、A ランクの貸出金利が年利 10%以下と一番低く、ランクが下がるにつれて高くなって D ランクになると年利 20%前後、F ランク以下は年利 30%を超える高金利となる。

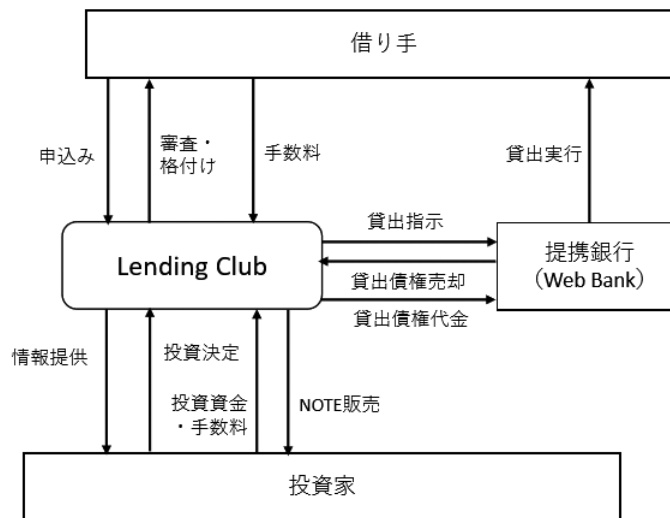
Lending Club は投資家のサイトに借入者の状況をアップし、投資家はサイトを見ながら 25 ドル刻みで 35 ランクに区分された投資口に投資資金を割り振って独自のポートフォリオを組み、Lending Club に投資を申込む。投資の募集期間は 2 週間程度で、募集期間内に投資申込み額が希望調達額を満たした案件のみに貸出が実行される。この時点で Lending Club は借入希望者に対して貸出額の 1~5%程度を手数料として徴求する。

借り手に対して実際に貸出を行うのは、Lending Club と提携しているユタ州の WebBank で、Lending Club から連絡を受けた同行は貸出を実行し、貸出債権を Lending Club に売却する。Lending Club は購入した貸出債権を裏付けに、借り手が毎月返済する返済元本と利息を受け取る権利を付与した note（短期社債）を発行、投資家はサイト上で入力した投資額を Lending Club に払込み、投資に対応した note を受取る。Lending Club が HP で公表している 2019 年 1 月現在のランク別 note の実質利回り（除・手数料、損失）は、A ランク年利

15) 換算レートは、2018 年 9 月当時の 1 ポンド 150 円を使用

16) Lending Club HP 同社の株価は、上場当初、1 株 25 ドル前後の高値を付けたが、その後は貸出回収率の悪化、投資家の慎重化、貸出債権の売却に絡んだ創業メンバーの退職等が重くなって業績が伸び悩み、株価も大きく値下がりしている。

（図表 5）Lending Club の事業スキーム



（資料）Lending Club HP 等より作成

4.85%，B ランク同 5.78%，C ランク同 6.42%とランクが下がるほど高くなっている。だが、投資家が組んだポートフォリオによって同じランクであっても幅があり、平均を上回る実質利回りを得た投資家がいる一方で、平均を下回る投資家もいて、ランク別の実質利回りの比較は簡単ではない。

3. 日本のソーシャルレンディング

ソーシャルレンディング業の設立状況

日本では、2008 年に maneo、2009 年に AQUSH、2010 年に SBI Lending が開業し、P2P レンディングがスタートした。当初、各事業者は英米の P2P レンディングを目指して各社毎の事業スキーム¹⁷⁾を展開していたが、各社の事業スキームは日本の法環境に馴染まず、金融庁からの示唆もあって 2015 年以降は現在のようなローンファンドを組成し、事業者を営業者、投資家を組合員とする匿名組合契約を結んで募集するソーシャルレンディングと呼ばれる方式が一般化した¹⁸⁾。

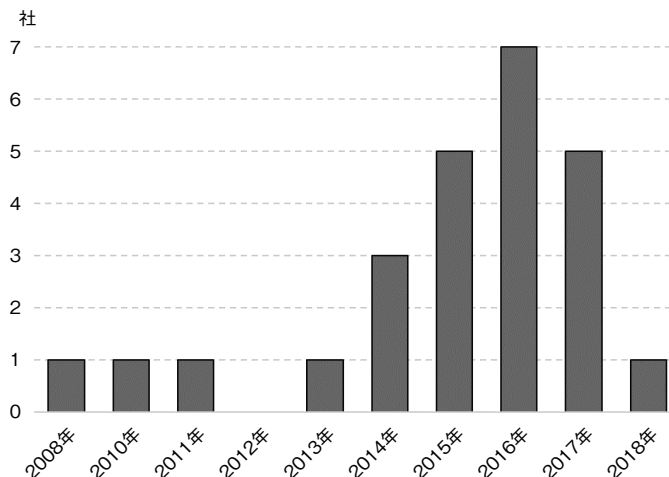
17) maneo は、借入を希望する側が借入れの目的や信用度をサイトに掲示して投資家はそれらを材料に投資判断を行うスキームであった。AQUSH と SBI Lending は事業者が借り手を審査して格付けに見合った投資家の出資金をマッチさせて資金を融通するスキームであった。

ちょうどこの時期は首都圏を中心に不動産取引が活発化し、太陽光発電を中心にした再生エネルギー関連業者の開発案件も急増して資金需要が急拡大していた時期に当たっていた。そしてこれをビジネスチャンスと捉えた事業者がソーシャルレンディング業界に相次いで参入し、2015年から2016年にかけてはソーシャルレンディング業の設立ブームのような様相を呈した（図表6）。

しかし設立ブームは長続きせず、2017年に入ると落ち着きを見せ、2018年には、株式投資型クラウドファンディングや改正不動産特定共同事業法に基づく不動産クラウドファンディング業者の創業もあって、ソーシャルレンディング業の設立が沈静化した。2019年1月現在、インターネット上で活動が確認できたソーシャルレンディング専門の事業者は、次の図表にみる21社である。

ソーシャルレンディングで特徴的なのは、事業スキームを通じて投資家からローンファンドを募集する際にかかわる金融商品取引法、商法に基づく匿名組合契約、匿名組合契約の営業者となる貸金業者を規定する貸金業法など3つの法律が関わっていることである。この中で金融商品取引法は金融サービス業としてのソーシャルレンディングを規定して、匿名組合契約により運用収益の分配を受ける投資家の権利である集団投資スキーム（ファンド持分）を、「みなし有価証券」とし（金融商品取引法2条2項5号）、その売買、その媒介・取次

（図表6）ソーシャルレンディング業の創業数推移



（資料）地域金融研究所

18) 「ソーシャルレンディング」は、英米のソーシャルファイナンスを連想させる言葉であるが、それとは全く異なって金融サービスに対する呼称である。

ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）の現状と課題

ぎ・代理を行うためには第二種金融商品取引業として内閣総理大臣の登録を受けなければならないとしている（金融商品取引法 28 条 2 項、29 条）。

しかし、業務の経験としかるべき経営基盤を持たない事業者がソーシャルレンディング業に参入しても、第二種金融商品取引業の資格を得てローンファンドの募集を行うのは困難である。また匿名組合契約の営業者となる貸金業者については、ソーシャルレンディング各業者の事情により別会社となっている場合も多い。

この結果、実際のソーシャルレンディング業界は、①ソーシャルレンディング事業者自身が金融商品取引法上の第二種金融商品取引業者および貸金業法上の貸金業者両方の資格を有して行うタイプ、②第二種金融商品取引業者の資格

（図表 7）ソーシャルレンディング専業者（2019 年 1 月現在）

業者名	営業開始	特徴
maneo	2008年4月	国内最大手、不動産・再生エネルギー関係が主体
SBI Social Lending	2011年3月	SBIグループ、再生エネルギー、不動産案件が主体
CrowdBank	2013年12月	再生エネルギー関連、不動産関連が主体
Crowd credit	2014年6月	南米、アフリカなど新興国のプロジェクトを支援
Owners Book	2014年9月	不動産に特化、東京証券取引所マザーズ市場に上場
SAMURAI	2015年5月	中堅事業者向け事業資金および社債への投資を仲介
LC Lending	2015年7月	不動産会社ロジコムグループ
Trust Lending	2015年11月	金融コンサルティング業エーアイトラストの子会社
J.LENDING	2015年11月	アミューズメント業界に強み
Crowd Lease	2016年2月	飲食、アミューズメントビジネスに特化
Smart Lend	2016年4月	各種事業者向けを扱う
AMERICAN FUNDUNG	2016年7月	米国不動産投資案件に特化
Crowd Realty	2016年12月	国内、海外の不動産に特化
さくらソーシャルレンディング	2016年12月	地方都市の不動産、医療法人向けが中心
CashFlowFinance	2017年2月	国内不動産・事業性資金に特化
APPLE BANK	2017年4月	不動産向けのほか多様な案件も扱う
LENDEX	2017年4月	不動産向けに特化
PocketFunding	2017年8月	小口の不動産関連が中心
PreREIT fund	2017年12月	REIT前の不動産向け貸出債権への投資が中心
NEXT SHIT FUND	2018年3月	マイクロファイナンス等の社会的インパクト投資
Funds	2019年1月	株式会社クラウドポートが開設したサイト

（資料）筆者作成

を持たない貸金業者が資格を持つソーシャルレンディング事業者を通じて行うタイプ、さらには③第二種金融商品取引業だけでなく貸金業の資格を持たず、特定ローンファンドの借り手の管理を行うタイプの3種類に分類される状態となっている。以下、各タイプのソーシャルレンディング事業者と平均的な事業スキームは簡単に紹介する。

A：第二種金融商品取引業の資格を有するソーシャルレンディング事業者がローンファンドを募集するタイプ

このタイプは、事業者が第二種金融商品取引業の資格を有する業者が募集したローンファンド資金を自社またはグループ内の貸金業者が運用するタイプで、一般的にソーシャルレンディング事業者としてイメージされる業者群である（図表8）。2019年1月現在、このタイプの業者でローンファンドを募集しているのは、maneo、SBI Social lending、Crowd Bank、Crowd Credit、OwnersBook、Owners Book、SAMURAI、Trust Lending、J. LENDING、Crowd Realty、LENDEX、NEXT SHIT FUND、PocketFunding、Funds等の14社で、2018年中にこのタイプの事業者が募集したローンファンドの総額は約1,401億円（全体の77%）と推定される。

B：貸金業者が第二種金融商品取引業者を通じて募集するタイプ

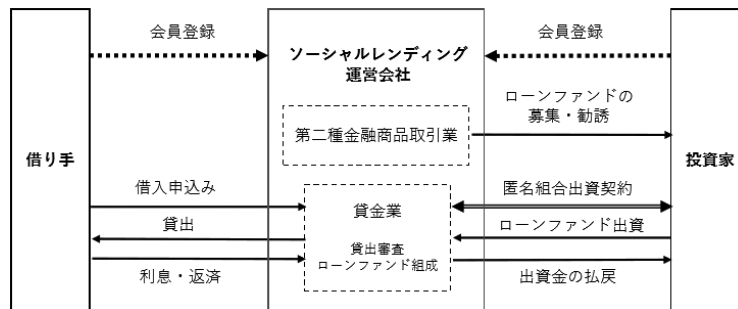
このケースに該当する現時点の事業者は、LC Lending、Smart Lendの2社で、2社ともmaneoマーケット社との間で匿名組合出資私募取扱契約を結んでローンファンドの募集を委託している（図表9）。2018年中にこの2社が組成したローンファンドは約141億円（全体の8%）と推定される。

C：第二種金融商品取引業だけでなく貸金業の資格を持たずに特定ローンファンドの借り手管理を専業とするタイプ

このタイプの業者は、自社が組成したローンファンドの「借り手の管理」を行う事業者で、ローンファンドの募集を第二種金融商品取引業者に貸金業をグループ内の貸金業者に委ねる形でソーシャルレンディング事業を行っている。このケースに該当し、2019年1月現在、ローンファンドの募集を行っているのは、Crowd Lease、AMERICAN FUNDUNG、さくらソーシャルレンディング、CashFlowFinance、APPLE BANK、PreREIT fund等6社で、いずれもmaneoマ

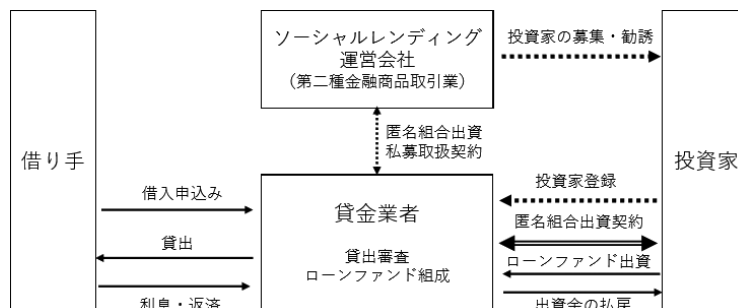
ーケット社との間で匿名組合出資私募取扱契約を結び、ファンド募集を委託している（図表 10）。2018 年中にこのタイプの事業者が組成したローンファンドは約 288 億円（全体の 16%）と推定される。

（図表 8）第二種金融商品取引業者と貸金業者の資格を有するソーシャルレンディング事業者の事業スキーム例



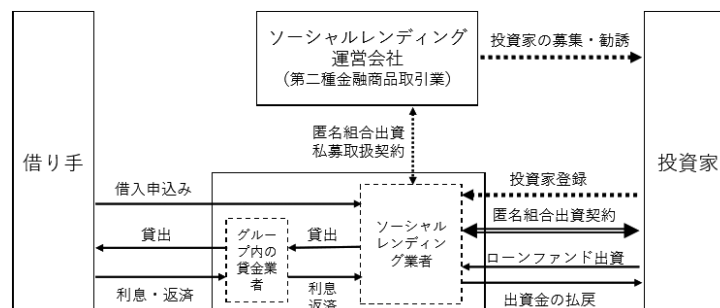
（資料）筆者作成

（図表 9）第二種金融商品取引業の資格を持たない貸金業者によるソーシャルレンディング事業のスキーム例



（資料）筆者作成

（図表 10）第二種金融商品取引業および貸金業の資格を持たない事業者によるソーシャルレンディング事業のスキーム例



（資料）筆者作成

これら 3 種類のソーシャルレンディング事業を運営する事業者の中で、A の第二種金融商品取引業の資格を有するソーシャルレンディング事業者がローンファンドを募集するタイプが、一般的な金融サービス業として認識しやすく、ソーシャルレンディング事業者として理解が得やすいだろう。他方、B の貸金業者が第二種金融商品取引業者を通じて募集するタイプは、ソーシャルレンディング業におけるローンファンドの組成と資金運用を担う事業者で、金融商品であるローンファンドを募集する第二種金融商品取引業者と併せて理解すべき事業者で、それ自体を事業者と理解するのはやや困難と思われる。さらに C の第二種金融商品取引業だけでなく貸金業の資格を持たずに特定ローンファンドの借り手管理を専業とする事業者は、ソーシャルレンディング業の一部を担う業者で、人によっては彼らをソーシャルレンディングの事業者と呼ぶのに抵抗感が伴う向きもあるだろう。

しかしいずれのケースも、投資家は事業者もしくはソーシャルレンディング業者との間で匿名組合契約を締結してローンファンドに出資し、貸金業者が出資金を運用する仕組みとなっていることに変わりはない。したがって投資家の投資金が借り手に仲介する英米の P2P レンディングとは基本的な仕組みが異なり、日本のソーシャルレンディングは実質的に匿名組合契約の営業者となる貸金業者あるいはソーシャルレンディング業者が必要とする運用資金の原資をローンファンドにより集める仕組みになっていると言えよう。

ローンファンドの募集状況

地域金融研究所が推計したソーシャルレンディング事業者が募集したローンファンドの募集額は図表 11 のような推移を辿って現在に及んでいる。

ローンファンド募集額は、2015（平成 27）年 1～3 月期に 60 億円程度であったものが、翌年以降徐々に増加して 2017 年 1～3 月期からは増勢が強まり、2018 年 4～6 月期には 580 億円もの募集が行われた。だが、同年 7～9 月期以降は募集額が 400 億円程度に急落、これまでの増勢に変化の気配が窺われるようになった。2017 年から 2018 前半にかけてローンファンドの募集が急増した理由を業界関係者へのヒアリングや関係データの分析等を踏まえて考えると、4 つほどの要因が重なったものと思われる。

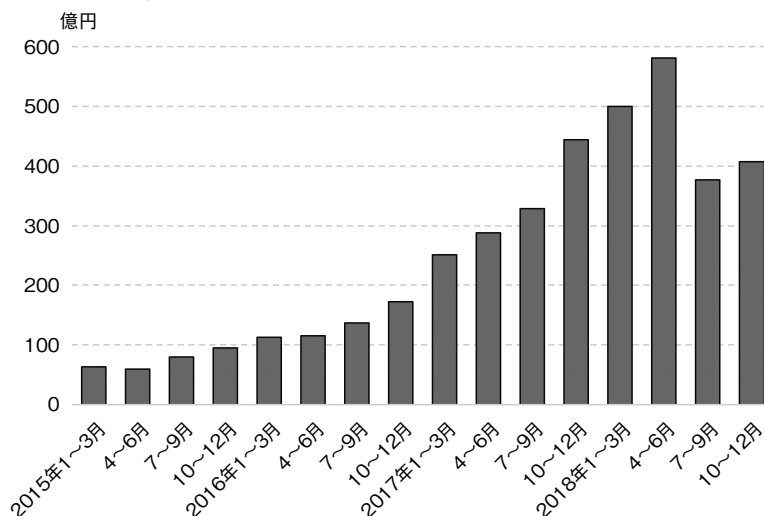
第一の要因は、当時の地価復調を映じた不動産取引や太陽光発電のブームを

映じた再生エネルギー関連事業者の資金需要がソーシャルレンディング業者に持ち込まれたことである。従前、彼らの資金需要にんでいたノンバンク大手が経営の軸足を個人向けローンにシフトさせたこともあって、その代替策としてソーシャルレンディングが活用されたと言われる。

第二の要因は、ソーシャルレンディングが不動産業者や中小貸金業者にとって銀行借入を補完する資金調達ルートとなって、彼らの資金需要がローンファンドの急増につながったことである。上記要因ともどもソーシャルレンディング事業者を持ち込まれた案件の信用リスクは高く、事業者はこれら信用リスクが高い案件に資金を供給することで高利回りのローンファンドを投資家に提供したのであった。

第三の要因は、出資金に対する配当利回りの高さが投資家を呼び込んだことである。長期にわたるデフレ基調の経済状況や極端な金融緩和政策を背景に、銀行預金金利や債券流通利回りゼロ近傍まで低下して預金や債券運用では利息収入が得られない金融状況が定着する中で、ソーシャルレンディングが投資家に支払う利息の年利回りは目立って高く（年利 4%～10%）、しかも金融情勢の変化による利回りの変動があまりないことから、資金運用に目敏い投資家がこれに飛び付いたのであった。彼らの中にはインターネットブログを開設して、自らの投資成果を誇る向きもあり、そのバンドワゴン効果もあってソーシャル

（図表 11）ローンファンド募集額推移（単位：億円）



（資料）地域金融研究所調べ

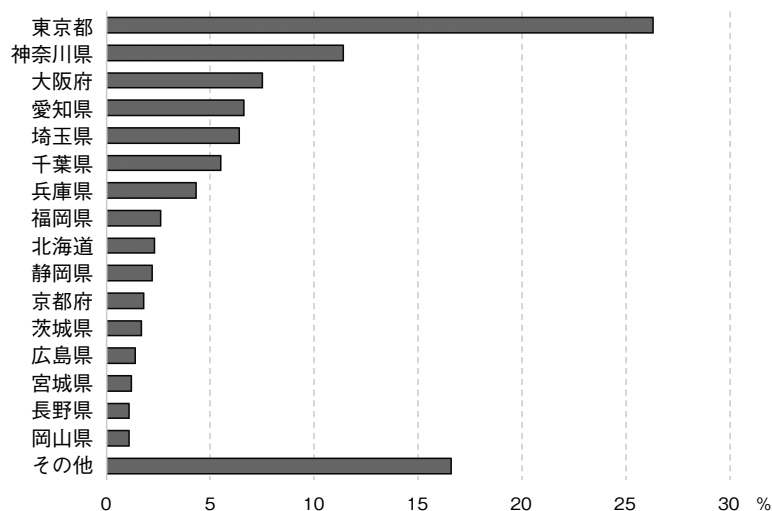
レンディングは高金利の資金調達をいとわない借り手と信用リスクに目をつぶって運用収益を追求する投資家が出会う場となったように映るのである。

そして第四の要因は、ソーシャルレンディングによる資金融通がインターネットを通じたデータのやり取りだけで済むことから、資金の借り手だけでなく投資家にとっても負担感が少ないことである。とりわけソーシャルレンディングにより資金を運用しようとする投資家にとって、全ての手続がインターネット上で行われることから、場所や時間に囚われずに資金運用ができる手軽さが評価され、投資家の拡大に寄与したものと考えられる。

ソーシャルレンディング業界の草分けで最もローンファンドの募集が多い maneo 社のサイトに掲載されている投資家データ¹⁹⁾によると、投資家が最も多いのは東京都で 26.3%、次いで神奈川県 11.4%、大阪府 7.5%、愛知県 6.6%、埼玉県 6.4%と上位 5 都府県で全体の 58.2%を占めているものの、投資家は全都道府県に広がって、インターネットの威力を感じさせる（図表 12）。

投資家の年齢層をみると、30 歳代 37.2%、40 歳代 31.9%と 30～40 歳代が約 7 割を占めているものの、50 歳代以上が 19.3%、20 歳代も 11.5%と社会人全世代に及んでいる。投資家一人当たりの投資額は、100 万円未満が 56.4%、100 万円以上 200 万円以上が 19.1%と、200 万円未満の投資家が全

（図表 12） maneo マーケットの都道府県別投資家割合（2019 年 1 月末）



（資料） maneo マーケット株式会社 HP

19) maneo マーケット株式会社 HP（2019 年 1 月末現在）

体の 4 分の 3 を占めて、総じて小口投資家が大宗を占めている。

ローンファンドの商品性

銀行証券業界におけるローンファンドは、銀行の貸出債権に投資する投資ファンドで、証券化商品の一種として一部の機関投資家から選好されている。しかし、日本のソーシャルレンディング事業者が募集しているローンファンドは、一般に馴染みの薄いソーシャルレンディング業界独特のもので、貸出先を匿名化した 2 つ以上の貸出債権を束ねてファンドとし、匿名組合を通じて投資家に販売する金融商品である。

ソーシャルレンディング事業者が業務を開始した 2010 年前後の時期、彼らは投資対象となる貸出債権の内容を明らかにして投資家から資金を調達する途を模索していたが、監督当局から「借り手を明らかにして投資家を募る方式は貸金業法上の借り手保護に抵触する可能性がある」²⁰⁾との示唆があつて、主体となる貸出案件に少額の貸出案件を併せてローンファンドとする現行のスタイルとなったとのことである²¹⁾。ソーシャルレンディング事業者のサイトには、ローンファンドで集めた資金の貸出先と資金使途、貸出債権の保全方法等の情報がアップされ、辛うじて P2P レンディングの体裁を維持している。

【ローンファンドの募集情報】

ソーシャルレンディング事業者が募集するローンファンドは各社ごとに若干の違いがみられるが、各社ともローンファンドを小口資金でも高利回りで運用できる金融商品としてアピールしている。ソーシャルレンディング業界の上位 3 社 (maneo, SBI Social Lending, Crowd Bank) のサイトにアップされているローンファンド募集情報を、掲示されている借入者、ファンドの期待年利回り、募集額、契約期間、最低募集金額等の 5 項目について要約したものが次の図表 13 である。

20) ソーシャルレンディング業者に対するヒアリングによる

21) この事情をソーシャルレンディング業者に聞くと、「同時期に同一条件で貸出す複数の案件は事実上存在しないことから、貸金業者に対する貸出をローンファンド毎に用意して弾力的に対応している」とのことであった。

【ローンファンドの契約期間別設定状況】

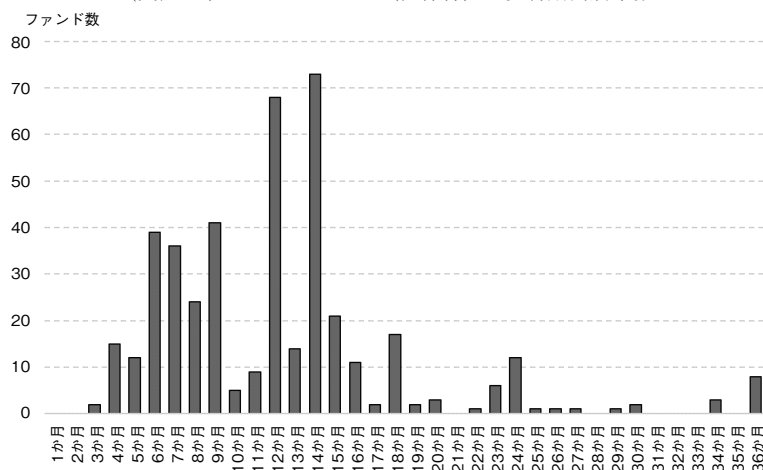
大手3社が近年募集したローンファンドのうち担保付きのファンド（maneo, Crowd Bank それぞれ150本、SBI Social Lending130本の合計430本）について契約期間別に整理すると、その平均契約期間は約12か月（単純平均11.86か月、加重平均12.12か月）と算出された。また契約期間別のファンド数をみると、図表14から明らかなように14か月物と12か月物が70本前後と突出し、その左側にあって期間が短い6か月物、7か月物、9か月物が30本から40本の群を成している。これら設定本数が多いローンファンドを契約期間順に並べると、①14か月物：17.1%、②12か月物：15.9%、③9か月物：9.6%、④6か月物：9.1%、⑤7か月物：8.4%の順となり、これら5種類のファンドだけで全体の60%を占めている。

（図表13）大手3社のローンファンド募集情報の概略

事業者	揭示する借入者	期待年利回り	募集額	契約期間	最低投資額
maneo	主貸出・小口貸出先の両方を掲載	5.0～8.0%	1千～5千万円	5～23か月	2万～4万円
SBI Social Lending	主貸出のみ掲載	4.0～10.0%	2千万円～20億円	3～36か月	5万円
Crowd Bank	主貸出のみ掲載	6.3～6.9%	2千万円前後	4～20か月	1万円

（資料）筆者作成

（図表14）ローンファンド（担保付）の契約期間別本数



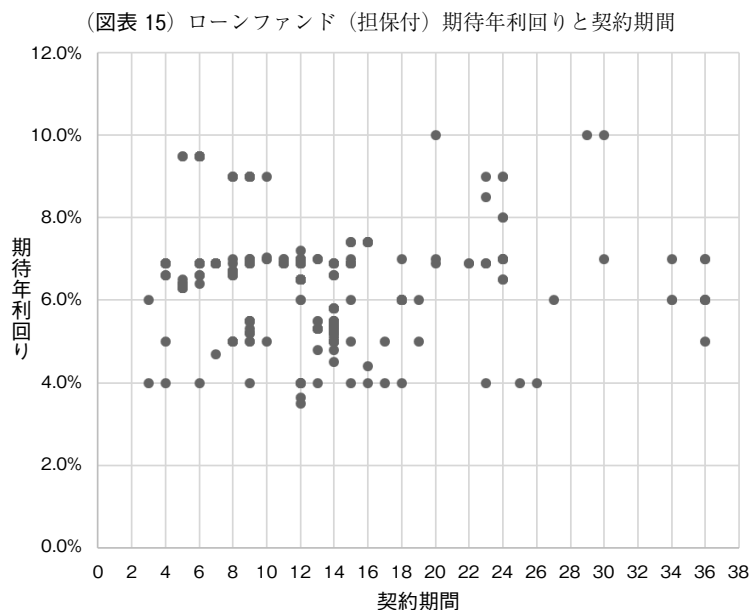
（資料）筆者作成

大手 3 社におけるローンファンドの契約期間が半年から 1 年前後に集中しているのは、基本的にローンファンドの資金を貸出している貸金業者の貸出期間を反映したもので、多くが半年から 1 年程度の不動産業者向けの運転資金に集中し、中には 2 年から 3 年の長期運転資金あるいは開発資金に対する需要も寄せられていることがここから類推される。

【ローンファンドの期待年利回りと契約期間の関係】

次に、大手 3 社におけるローンファンド（担保付）の期待年利回りをみると、図表 15 に示すように全てのファンドが契約期間にかかわらず 4% と 10% の間に収まる帯状となっている²²⁾。通常、確定利付きの金融商品は契約期間と支払金利が相関関係にあって契約期間が長くなればそれだけ支払金利も高くなる傾向をもつのが常識とされているが、ローンファンドの場合はそうした常識を覆して契約期間が短い 4 か月物の期待年利回りと契約期間が長い 38 か月物の期待年利回りが同水準にある。また上述したローンファンドの募集が集中している半年から 1 年前後のファンドについては、契約期間が短い半年物の方が 1 年物より高い期待年利回りが付されたファンドが散見される状況になっている。

ローンファンドの期待年利回りと契約期間の関係は、基本的に資金を運用す



(資料) 筆者作成

る貸金業者の貸出金利が貸出期間如何に関わらずほぼ同じ金利を適用していることを反映し、結果的にローンファンドの運用利回りも半年程度の期間でも高利回りとなっているものと思われる。関連して、ソーシャルレンディング業者および貸金業者を合算した利回り収入は、概ね投資家に支払われる期待年利回り（総平均 6.55%）と同じ程度と言われることから、ソーシャルレンディングにより資金を借入する事業者は年 13%前後の金利を負担しているものと推定される。

4. ソーシャルレンディングの課題

2018 年度前半まで急増していたソーシャルレンディング業者によるローンファンドの募集は後半に鈍化し、業界全体が大きな節目を迎えているように思われる。ここではソーシャルレンディングが抱える課題を、ソーシャルレンディングの事業スキームと事業者の経営の二面から考えてみたい。

(1) 事業スキーム上の課題

日本版 P2P レンディングであるソーシャルレンディングは、上述したように借入希望者からの申し出を踏まえて事業者が組成したローンファンドを、第二種金融商品取引業の資格を持つ事業者がネット上で投資家を募集し、出資に応じた投資家との間で投資家を匿名組合員、事業者を営業者とする匿名組合契約を結び、事業者が資金を借り手に貸出すスキームで運営される。こうしたソーシャルレンディングの事業スキームにおいて重要な役割を担うのがローンファンドと匿名組合契約である。

ローンファンド

長期にわたる金融緩和にも関わらず国内事業会社の資金需要が低迷する中で、日本の既存金融機関は、銀行、協同組織金融機関だけでなく大手ノンバンクも含めて激しい貸出競争を繰り広げている。これを横目に眺めながら、これまで

22) ファンド本数が多い 6 か月物から 14 か月物ローンファンドの平均期待年利回りは、5% から 7%の間に横並び状態で集中している。

日本版 P2P であるソーシャルレンディングを通じた資金融通は拡大を続けてきた。先行した英米の P2P レンディングがビジネスとして成果を収めたのは、既存金融機関からの借入コストに不満を持った多くの人々や事業者が存在していたことが原動力となっていた。

英国 Zopa は、既存金融機関が提供する高金利の消費者ローンに不満を持っていた大衆がその原動力となり、米国 Lending Club もクレジットカード会社への債務返済に向けた資金を求める人々が多く存在していることが基盤となっている²³⁾。そうした人々や事業者と有利な運用先を求めている投資家をインターネット上のコミュニティで取り結んだのが P2P レンディングであったわけで、金融市場における P2P レンディングは生まれながらに限界分野の金融サービス業者と考えることが出来るだろう。

この基本構造は日本のソーシャルレンディングでも変わらない。ただし、英米の P2P レンディングが個人からの資金需要を引き金に事業が始まったのに対し、日本のソーシャルレンディングは不動産関連および再生エネルギー関連の事業者を中心にした、銀行からの調達が困難な事業資金に対する需要が経営の基盤となっていた点が大きく異なる。厳しい貸出競争を繰り広げる既存金融機関は、事業者向けの貸出でも信用に多少の不安を抱える先に対しても積極的な姿勢で臨む向きもあると聞かすが、それにもかかわらず既存金融機関から借入することが困難な事業者が存在しており、彼らに対する資金融通の方途がソーシャルレンディングであると考えられよう。

したがってソーシャルレンディングを通じて資金調達する事業者には、投資家に対する高い利回りとソーシャルレンディング業者あるいは貸金業の収益を賄うだけのコスト負担が余儀なくされる。その一方で、資金を提供する投資家にも投資先の信用リスクから利息元本を回収できなくなる懸念が付きまとうことになる。

しかし、ソーシャルレンディング業者がサイトにアップしている借り手情報は、多くの場合、資金使途、事業の概要、資金の保全方法等に止まっており、事業の将来見通し、収益性等の資金回収にかかる情報は極めて希薄である。さらに事業者が提供する情報を補強する第三者の見解を掲載したサイトは皆無で、

23) 藤原七重「P2P Lending サービスのビジネスモデルとその特徴」早稲田大学消費者金融サービス研究所ワーキングペーパー、IRCF509-002

情報の正確性は担保されていないのが現状で、これがローンファンドに対する不安感を増幅させていると言えよう。

これに関連して、ソーシャルレンディング業界を中心に現在匿名化されている貸出先の実名化を求める声が上がっていることに触れておきたい。ローンファンド資金の貸出先を実名化することで、開示情報の正確性が向上し、投資家も自主的な調査・分析を通じて的確な投資判断を下す可能性が高まると期待されたからである。

貸出先の実名化に対する業界や投資家からの期待を背景に、証券取引等監視委員会は金融庁設置法第 21 条の規定に基づいて、2018（平成 30）年 12 月 7 日、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して「投資家への情報提供の状況に鑑みれば、貸付型ファンドに係る投資者保護の一層の徹底を図る観点から、投資家がより適切な投資判断を行うための情報提供や説明内容の拡充などの適切な措置を講ずる必要がある」との建議を行った²⁴⁾。

また証券取引等監視委員会の建議に先立って 2018（平成 30）年 6 月 15 日に閣議決定された「規制改革実施計画」でも、ローンファンドの「匿名化・複数化」と併存する運用上の新たな方策を検討するとの文言²⁵⁾が掲げられており、今後、行政当局から具体的な方策が示されるものと見込まれる。現時点、具体策の方向も見えていないが、方策如何によりソーシャルレンディング業者の経営に大きな影響が及ぶことも考えられよう。

匿名組合契約

ソーシャルレンディング業者がローンファンドを募集する際、ソーシャルレンディング業者あるいは貸金業者を営業者、投資家を匿名組合員とする匿名組合契約が取り交わされることは先に紹介した。この匿名組合契約は、商法第二編「商行為」第 4 章『匿名組合』商法第 535 条から 540 条で規定されている営業者と匿名組合員の間で取り交わされる二者間の契約であるが、契約の柔軟性から金融自由化を背景に登場した各種の投資ファンドで幅広く活用されている。例えば、不動産流動化、航空機リースファイナンス、ベンチャーファンド、

24) 証券取引等監視委員会「金融庁設置法第 21 条の規定に基づく建議について」平成 30 年 12 月 7 日

25) 「平成 30 年度規制改革実施計画」p. 47

映画ファンド、再生可能エネルギーに関わる太陽光発電ファンド、FIT 風力発電ファンド等々である。

既に多くの人々が関わりを持つに至っている匿名組合契約であるものの、ソーシャルレンディングにおけるローファンドの投資家となる向きも必ず承知しておかなければならない幾つかのポイントがある。最も重要な問題は匿名組合の営業財産にかかる事項で、「匿名組合員の出資は営業者の財産に属し（商法 536 条 1 項）」、「出資者は出資金に関する権利を持たず、かつ出資が損失によって減少したときはその損失をてん補した後でなければ匿名組合員は利益の配当を請求することができない（商法 538 条）」とされて、出資元本が保証されていないことである。

また商法では、「匿名組合員は営業者の業務を執行し、又は営業者を代表することができない（同法 536 条 3 項）」として、ソーシャルレンディングの投資家が営業者に対して発言が禁じられていることも大きな課題である。匿名組合契約では、出資者が営業者に全幅の信頼をおいて営業者の「合理的な判断」による経営を信頼することが前提とされており、ソーシャルレンディングでは株式会社における株主総会のような出資者が意見を述べる制度的な機会は設けられていないのである。また匿名組合自体の設立が容易なことから、悪意を持って営業者に使用された場合、出資者はそれに対抗できずに発言が封じられてしまう懸念もある。

二つ目の課題は、出資元本の保証がない信用リスクである。投資家は、ソーシャルレンディングが円滑に運営されてローンファンドが期日に貸出元本が償還され、約定通りの利息が回収できることを前提にローンファンドに投資している。しかし先にみたように、匿名組合契約が終了した際に損失があると、特約がない限り、ローンファンドは損失分が減額されて返還されることになる信用リスクが内在している。さらにローンファンドには、匿名組合契約の組合員たる地位を他人に譲渡する際には一定の手続が必要で簡単に換金できないことから、他者に売却できないという流動性リスクがあることも無視できない。

三つめの課題として、営業者である貸金業者が倒産するとローンファンドに資金を投じた投資家は投資金が回収できなくなる懸念が付きまとうことである。これは匿名組合契約で投資家が拠出した出資金を営業者が預り金として処理するため、特約がない限り営業者の倒産リスクから分離されていないことに由来

している。さらに営業者である貸金業者やソーシャルレンディング業者の事業運営が失敗して経営が破たんしても、出資金は営業者の一般財産に入っているため回収が困難になることにも留意すべきである。

こうした営業者が優位な地位を占める匿名組合契約は、1899（明治 32）年の商法制定以来実質的な改正がされておらず、諸規定の意味内容も判例や学説による解釈を通じた変更がされないまま今日に至っている²⁶⁾。だが現状は、上述したような多種の投資ファンドに匿名組合が活用され、既に多くの一般人が何らかの形で匿名組合契約に関わりを持っている実情を考えると、時代に即した法改定が行われないこと自体驚くべきことである。

いずれにしろ、匿名組合契約にかかる諸問題を考えると、ソーシャルレンディング事業者はできる限り早急に、ローンファンドの募集について匿名組合契約を介さない新たな方策を検討するか、匿名組合契約の運用を制限する方策を講じて、投資家保護の姿勢を明確にすべきであろう。すでに問題意識を持つ識者からの提案²⁷⁾が公表されているが、これを避けてはソーシャルレンディング事業者が更なる発展を図るのは困難であろう。

なお、今年 1 月、第二種金融商品取引業者でもある株式会社クラウドポートの貸付型クラウドファンディング部門である Funds は、同社の関連会社ではない複数の事業会社が匿名組合の営業者となったローファンドを募集し、投資家が複数のファンドを組み合わせで投資できるサービス²⁸⁾を開始した。同社のサービスは、開業したばかりで実績を評価するまでに至っていないが、今後の展開次第ではソーシャルレンディング業の改革につながる可能性も感じられる。今後の展開に注目したい。

26) 池田保晴「匿名組合契約の現代的機能（1）」信州大学法学論集 4, p. 77, 2004 年 8 月 31 日

27) 日本銀行の左光敦氏は、特別目的会社が発行する証券を活用した方策と、特定目的信託が発行する信託受益権を活用した方策を提案している（「P2P レンディングの仕組みと法規制：英国の P2P レンディング規制を中心に」 pp. 137-138）

28) 組成企業やテーマ別に、満期 1 年以下、年利 1.5～6% 程度の中ドルリスク・中ドルリターン投資を可能としている。

(2) ソーシャルレンディング事業者の課題

事業者の審査能力

ソーシャルレンディング事業は、第二種金融商品取引業者としてローンファンドの募集を行うソーシャルレンディング事業者が主導的な役割を果たしていることは繰り返し述べた。事業者はこの役割を通じて、既存金融機関から資金を調達できない金融市場の限界に立つ事業者に資金を仲介することを可能にしている。

その際、ソーシャルレンディング事業者が行う借り手の審査は極めて重要で、借り手が取り組んでいる事業の実現可能性や社会的な意義、借り手の業況、財務内容の確認、貸付返済能力等に関するソーシャルレンディング事業者の判断は社会的な影響を及ぼすことになる。また借り手が取り組む事業が、貸金業者やソーシャルレンディング事業者が行う貸金業法、犯罪収益移転防止法等の関係法規や事業内容に関する審査に合格してサイトにアップされると、情報自体が投資家にとって信頼の拠り所となって、投資家の出資判断を左右することになる。近年は、取り上げるテーマを絞り込んだクラウドファンディングも登場しており、ソーシャルレンディングの分野でも事業者が下す判断には高い専門性が期待されているのは明らかであろう。

ここからソーシャルレンディング事業者は、借り手が投資家に伝えるべき情報だけでなく、借り手あるいは実際資金を貸出す貸金業者が持ち込んだ情報を加工・修正して投資家の理解を得て出資に結び付くようにする情報仲介機能も担っていると考えられよう。またソーシャルレンディング事業者は、期限内に募集目標が達成すると、借り手と投資家の間に入って返済金の回収代行を行うことから、実務上は借り手と投資家との間で取り交わされる資金の仲介機能を実質的に果たしていることになるだろう。

以上を踏まえると、金融サービス機関としてのソーシャルレンディング事業者が抱える経営課題は、①借り手が貸金業者やソーシャルレンディング事業者を提供する情報の公正性・正確性、②企画者が持ち込むプロジェクトに対する事業者の審査能力、③事業者が投資家から取り次ぐ資金の公正性、④事業者自体の経営力等の諸点を挙げることができるだろう²⁹⁾。

これらの経営課題から、ソーシャルレンディング事業者の役割は金融仲介業

に近似したもので、彼らも金融サービス機関としての社会的な責任が求められる立場にあると言えよう。とりわけ第二種金融商品取引業者としてのソーシャルレンディング事業者は、その社会的な責任を強く意識し、自らの経営を健全化し、厳正な貸出審査、投資家に対する公正な情報提供等を行うことが必須の条件であることを認識しなければならないだろう。

しかしながらソーシャルレンディング事業者の多くは、急成長するローンファンドに対する需要をビジネスチャンスとして、経営態勢が整わないまま事業に参入した事業者も多いようで、貸出審査が杜撰なまま組成されたローンファンドも少なくない。昨年（2018 年）後半以降、ローンファンドの原本返済や利息支払いの遅延が多発し、組成したローンファンドを安値で他社に転売して投資家に大きな損失を与えたこと³⁰⁾は、ソーシャルレンディング事業者が果たすべき社会経済的な役割を果たしていないことを物語っている。

相次ぐ行政処分

ソーシャルレンディング業者のトラブルが多発する中で、監督官庁である金融庁から複数の業者が行政処分を受けるに至ったが、中でもソーシャルレンディングが抱える諸問題を集約しているのが、2017（平成 29）年 3 月に金融庁から金融商品取引法違反による行政処分（1 か月間の業務停止命令と業務改善命令）³¹⁾と、同年 8 月に東京都から貸金業法違反による行政処分（1 か月間の業務停止命令と業務改善命令）³²⁾を受けた株式会社みんなのクレジットの事案であろう。ここではソーシャルレンディング事業者の経営実態を理解するうえでも参考になることから、金融庁が公表した同社に対して下した行政処分の概要を紹介する。

金融庁は、同社に対する行政処分の理由として①金融商品取引契約の締結又

29) 長谷川清「わが国クラウドファンディングの現状と課題」松蔭大学文化教育研究所第 6 号

30) 2018 年 2 月には、みんなの Credit が投資家へ未償還となっていた 31 億円分のローンファンド債権を 97 百万円で譲渡と発表し、投資家は当初投資額の 96.87%に当たる金額を失った。また同年 12 月 5 日には、Lucky Bank が返済を延滞していた 50 億円分のローンファンド債権を 16 億円で譲渡と発表、投資家の損失割合は 68%となった。

31) 関東財務局「株式会社みんなのクレジットに対する行政処分について」平成 29 年 3 月 30 日

32) 東京都産業労働局「業務停止処分・業務改善命令」2017 年 8 月 2 日

は勧誘において重要な事項につき誤解を生じる行為と、②投資家保護において問題等が認められたとして、同社に対して 2017（平成 29）年 3 月 30 日から 1 か月間の業務停止命令を下すとともに、業務停止処分が下された経緯について顧客への説明、法令違反および投資家保護上問題があるとされた業務運営の是正、顧客が出資した財産の運用・管理状況の把握と顧客への報告等を 1 か月以内に行うこと等を指示した。

金融庁が行政処分の理由とした事項のうち①金融商品取引契約の締結又は勧誘において重要な事項につき誤解を生じる行為として指摘されたのは次の 3 点であった。

- ・同社の貸出先がインターネットのサイト上では「不動産ローンファンド」や「中小企業支援ローンファンド」等で「貸倒れリスクが分散できている」とされていたものの、実際の貸出先は同社の親会社およびグループ会社であったこと
 - ・投資家から集めた資金の返済は債務者の不動産事業等による収益から行うとされていたが、実態は返済資金が償還期限前であるファンドの資金から充当されている案件があったこと
 - ・債務者からの担保として不動産、または有価証券が設定されている旨の表示があったが、実際は担保の大半が同社親会社およびグループ会社が発行した未公開株で、中には担保が設定されていないファンドも存在したこと
- 続く②投資家保護において問題として指摘されたのは次の 5 点であった。

- ・ファンドの償還資金に他のファンド資金が充当されていること
- ・キャッシュバックキャンペーンで還元した現金に投資家から集められた出資金が充当されていること
- ・代表者の個人的な借入金の返済にファンド資金が充当されていること
- ・グループ会社の増資に投資家から集めた出資金が充当されていること
- ・最大の融資先（債務者）である親会社がファンドからの借入を返済することが困難な状況にあること等が指摘されていること

これら金融庁が挙げた行政処分の理由は、いずれも株式会社みんなのクレジットが杜撰な経営を行っていたかだけでなく、同社が実質的に親会社の資金調達機関として機能し、経営者がローンファンドで調達した資金を自己資金として乱用していた事実を明らかにするものである。

さらに株式会社みんなのクレジットに対する行政処分が行われた翌年の2018年にも、次の3社が金融庁から処分を受け、投資家に波紋を広げた。

2018年2月：Lucky Bank に対する業務改善命令（債権管理の不備，同社に対する行政処分は2017年に続く2回目）

2018年7月：maneo マーケットに対する業務改善命令（同社プラットフォーム事業でファンドの募集を行った Green Infra Funding による調達資金の目的外運用）

2018年12月：エーアイトラスト（Trust Lending の運営会社）に対する業務停止命令（1か月）および業務改善命令（ファンドの取得勧誘に関する虚偽の表示）

一連の行政処分に共通する要素は、ソーシャルレンディング事業者の間に法令を遵守し、経営の自己規律を確保するという金融サービス業として当然持たなければならない意識が希薄なことである。それが端的に表れているのが経営情報の開示状況である。

ソーシャルレンディング事業者がサイト上に掲示しているローンファンドの情報をチェックする機関が存在しないことは上述したが、事業者による経営情報の開示は一部³³⁾に止まっており、ソーシャルレンディング事業者の経営が透明を欠く状況にあることは明らかだろう。またソーシャルレンディングの資金調達額が年間1千億円に上るにもかかわらず、各社を束ねる業界団体はなく、業界データも整備されていない状況ではソーシャルレンディングを公正に評価するのは困難な状況にある。こうした事態を改善する具体策はまだ見出されていない。

なお、ローンファンドの返済延滞および金融庁の行政処分等を受けて、2018年1月現在、みんなの Credit, Lucky Bank, Green Infra Funding, TATERU FUNDING 等がローンファンドの募集を停止しているが、各社ともファンド募集が停止されている旨をサイトに表示していない。

33) 毎年度の貸借対照表と損益計算書を公表しているソーシャルレンディング業者は、maneo と CrowdBank, SAMURA の3社。

おわりに

誕生してまだ 10 年そこそこしか経っていないソーシャルレンディングであるが、早くも大きな経営環境の変化に直面している。最も大きな環境変化は、行政処分やローンファンドの原本返済、利息支払いの遅延が相次ぎ、投資家の一部にはソーシャルレンディングに対する慎重感が台頭していることであろう。ソーシャルレンディング業者が募集するローンファンドが急拡大した要因の一つに、信用リスクに厭わない投資家が存在したことを指摘した。当時はソーシャルレンディングに対する関心が急速に高まっていた時期で、投資家が急速に増加していた。これまでに起きた各種のブーム時には投資家が急増して事業者の成長をさらに高めたにもかかわらず、小さな変調を機会に潮を引くようにして投資家がいなくなり、事業が立ち行かなくなったことが多々あった。この経験を踏まえると、急成長してきたソーシャルレンディング業者の中には厳しい局面に立ち入った向きもあって可笑しくない。

第二の変化は、ここ 1～2 年の間に巻末に掲載した株式投資型クラウドファンディングや不動産投資型クラウドファンディングなど新たな投資型クラウドファンディングが登場したことである。この二つの投資型クラウドファンディングは、ソーシャルレンディングで問題になっている借り手の匿名性が初めから回避されており、投資家は業者のサイトに個別具体的な投資対象をアップされる写真や動画を見た上で投資判断することで共通している。またこの先、海外の P2P レンディング業者が日本市場に参入する動きもみられるようで、日本の投資型クラウドファンディングは多様性を増して投資家の選択幅が格段と広がることになるだろう。

第三の変化は、Big Data および AI を活用した事業者向けの与信サービスが登場し、メガバンクなどの既存金融機関もそれを取り込んだ新たな企業金融を取り組み始めたことである。現時点ではその具体像は確認できないが、米国の Kabbage³⁴⁾ が開発した審査システムを活用して企業向け金融サービスの改革に

34) API (Application Programming Interface) 機能を活用して、銀行、企業会計、クレジットカード、電子商取引等が持つ膨大なデータと AI を活用した審査システムにより、スピーディな事業者向け貸出を行って業績を伸ばしている金融会社。

取り組んでいる商業銀行が広がっていることから、それほど遠くない時期に日本でもメガバンクが行っている中小企業取引にも革新が起きることが予想される。その暁には中小企業者とメガバンクの間で取り交わされる契約書もインターネット上で処理されることになって、メガバンクの中小企業向けの金融サービスがこれまで回避してきた信用リスクが高いとされる領域にまで広がる可能性も考えられよう。

以上のような一連の環境変化は、ソーシャルレンディング事業者にとって経営基盤や競争条件が大きく変化することを意味しており、事業者の多くは経営の変革を余儀なくされる状況に立ち入ることになろう。金融機関の歴史を振り返ると、いつの時代も金融機関は社会から信認を獲得することで経営基盤が確立され、経営が維持されてきた。目まぐるしく変化する経済社会にあって、目先の利益追求に走った金融機関は容赦なく切り捨てられるのが歴史を通じた鉄則であった。

ソーシャルレンディングも例外ではない。この試練を乗り越えて新たな成長を遂げるソーシャルレンディング事業者がいるとすれば、独自の途を切り開きながら社会の信認をいかに得るかが鍵を握るだろう。

ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）の現状と課題

（参考）2019 年 1 月現在活動中の投資型クラウドファンディング業者一覧

ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）業者（再掲）

業者名	営業開始	特徴
maneo	2008年4月	国内最大手、不動産・再生エネルギー関係が主体
SBI Social Lending	2011年3月	SBIグループ、再生エネルギー、不動産案件が主体
CrowdBank	2013年12月	再生エネルギー関連、不動産関連が主体
Crowd credit	2014年6月	南米、アフリカなど新興国のプロジェクトを支援
Owners Book	2014年9月	不動産に特化、東京証券取引所マザーズ市場に上場
SAMURAI	2015年5月	中堅事業者向け事業資金および社債への投資を仲介
LC Lending	2015年7月	不動産会社ロジコムグループ
Trust Lending	2015年11月	金融コンサルティング業エーアイトラストの子会社
J.LENDING	2015年11月	アミューズメント業界に強み
Crowd Lease	2016年2月	飲食、アミューズメントビジネスに特化
Smart Lend	2016年4月	各種事業者向けを扱う
AMERICAN FUNDUNG	2016年7月	米国不動産投資案件に特化
Crowd Realty	2016年12月	国内、海外の不動産に特化
さくらソーシャルレンディング	2016年12月	地方都市の不動産、医療法人向けが中心
CashFlowFinance	2017年2月	国内不動産・事業性資金に特化
APPLE BANK	2017年4月	不動産向けのほか多様な案件も扱う
LENDEX	2017年4月	不動産向けに特化
PocketFunding	2017年8月	小口の不動産関連が中心
PreREIT fund	2017年12月	REIT前の不動産向け貸出債権への投資が中心
NEXT SHIT FUND	2018年3月	マイクロファイナンス等の社会的インパクト投資
Funds	2019年1月	株式会社クラウドポートが開設したサイト

株式投資型クラウドファンディング業者

業者名	営業開始	特徴
FUNDINNO	2017年4月	株式投資型クラウドファンディングの第1号
EMERADA EQUITY	2017年11月	創業企業向け貸出事業も兼営

不動産特定共同事業法に基づく不動産クラウドファンディング業者

業者名	営業開始	特徴
RENOSYクラウドファンディング	2018年7月	不動産会社GA technologiesのクラウドファンディング部門小規模不動産特定共同事業者
FANTAS funding	2018年11月	不動産特定共同事業者
CREAL	2018年12月	不動産特定共同事業者
ハロー!RENOVATION	2018年6月	小規模不動産特定共同事業者

（資料）筆者作成

【参考文献】

- ・長谷川清「ソーシャルファイナンスを巡る一考察」『社会イノベーション研究第12巻第1号』成城大学イノベーション学会，2017年2月，pp. 101～143
- ・一般財団法人ゆうちょ財団「わが国ソーシャルファイナンスの実態的研究」平成29年（2017年）3月31日
- ・長谷川清，峯岸信哉「英国の金融排除問題とクレジットユニオン」公益財団法人かんば財団平成24年度調査研究報告書
- ・溝田康之「FinTechの中核を占めるマーケットプレイス・レンディング」野村資本市場クォータリー 2015 summer
- ・左光敦「P2P レンディングの仕組みと法規制：英国の P2P レンディング規制を中心に」日本銀行金融研究所，Discussion Paper No. 2017・S・3
- ・藤原七重「P2P Lending サービスのビジネスモデルとその特徴」早稲田大学消費者金融サービス研究所ワーキングペーパー，IRCFS09-002
- ・池田保晴「匿名組合契約の現代的機能（1）」信州大学法学論集 4，p. 77，2004年8月31日
- ・矢野経済研究所「国内クラウドファンディングの市場動向」各年

（はせがわ・きよし ㈱地域金融研究所主席研究員）

ソーシャルレンディング
(日本版 P2P レンディング) の
現状と課題

(研究報告 No. 86)

平成 31 年 3 月 22 日 印 刷

平成 31 年 3 月 28 日 発 行

非売品

著 者 長 谷 川 清

発行所 成 城 大 学 経 済 研 究 所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電 話 03 (3482) 9187 番

印刷所 株 式 会 社 博 文 社

